

美联储推迟降息可能影响中国出口

——3月宏观经济预测

核心要点:

- **预测美联储降息3次75BP。**美国10年期国债收益率从年初的3.95%反弹至4.2%，同期中国10年期国债收益率从2.56%降至2.3%；对应中美利差再次扩大至接近-200BP。美元指数3月29日为104.507，仍然高位运行。我们预测美联储6月12日首次降息，全年降息次数3次共计75BP，第2次和第3次可能在9月和12月。如果四季度美国CPI反弹，可能导致12月不降息。在此基础上，预测2024年美国10年期国债收益率将在三季度降至3.5%至3.8%的区间。但考虑美国财政政策的超预期扩张，以及通胀率反弹的可能性，最低点到达3.8%的概率更大，3.5%的概率更低。
- **上调社会消费品零售增速至5.8%。**1-2月零售增速5.5%，高于预期。居民消费从春节以来持续平稳回升，其中汽车销量增长了8.7%。虽然房地产相关消费仍可能低迷，但新一轮消费品以旧换新等政策正在实施，旅游餐饮领域也是热点频出，因此上调全年社零增速至5.8%。
- **下调全年出口增速至3.2%（上期预测3.5%）。**1-2月出口增速超预期，延续去年下半年出口增速回升，四季度转正的趋势。但一季度美联储降息预期延后，全球总需求恢复可能受到影响，因此下调一季度出口增速至5.0%，并下调年度增速预测值，但年度增速仍然为正。
- **推迟PPI转正时点至四季度，但提高CPI增速预测。**2024年2月PPI同比降至-2.7%（前值-2.5%），环比-0.2%。2月CPI同比0.7%（前值-0.8%），环比+1.0%。从环比看工业“有效需求不足，部分行业产能过剩”的局面仍未得到有效缓解，汽车等行业价格战仍在持续，且出口又受到美联储降息推迟的影响，因此推迟PPI转正预测至四季度。但考虑到消费恢复超预期，因此提高CPI全年增速预测至0.8%，一季度转正。
- **下调房地产投资增速，相应也下调全年M2与社会融资增速。**3月住宅销售和房地产投资仍然低迷，同时“保交楼”效应消退（1-2月竣工面积同比-20.2%），因此我们下调房地产开发投资预测至全年-11%。同时小幅下调全年M1，M2和社融增速至3.9%、9.2%和9.2%。未来的变化一是二季度政府债发行加速的可能，二是房地产政策持续加力的可能效果，因此预测社融增速二季度回升，M2增速三季度回升。
- **上调全年实际GDP增速预测至5.0%。**主要是考虑到当前工业生产、基建投资、制造业投资等好于预期，同时出口转正，政策适度加力。但目前PPI恢复不及预期，美联储推迟降息也会影响中国出口，可能导致名义增速低于实际增速，在PPI转正之前，需要政策保持持续性。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 铁伟奥

风险提示:

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险
- 3.地缘政治冲击的风险

表 1: 2024 年 03 月 31 日预测 (%)

分类	指标	年度	季度预测				月度预测		
		2024年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.80	4.20	4.00	3.80	3.80	4.06	4.25	4.21
	中国10年期国债收益率	2.20	2.30	2.30	2.20	2.20	2.43	2.34	2.28
	美元指数	96.5	104.5	103.0	100.0	98.0	103.5	103.9	104.5
	USDCNY即期	7.05	7.20	7.20	7.15	7.10	7.18	7.20	7.23
通胀率	CPI: 当月同比	0.8	0.1	0.8	0.7	1.5	-0.8	0.7	0.3
	PPI: 当月同比	-1.3	-2.7	-2.2	-0.3	0.3	-2.5	-2.7	-2.8
货币 金融	M1: 同比	3.9	2.1	2.5	2.7	3.9	5.9	1.2	2.1
	M2: 同比	9.2	8.8	8.7	9.0	9.2	8.7	8.7	8.8
	社会融资存量: 同比	9.2	8.3	9.3	9.5	9.2	9.5	9.0	8.3
	社会融资规模新增(万亿元)	35.90	11.0	11.40	8.80	4.70	6.53	1.52	3.00
	信贷新增(万亿元)	22.82	8.87	5.75	5.20	3.00	4.92	1.45	2.50
进出口	出口(美元值): 当月同比	3.2	5.0	1.5	1.6	4.8	8.2	5.6	1.5
	进口(美元值): 当月同比	2.2	3.0	2.0	1.7	2.0	15.4	-8.2	2.0
	贸易差额(亿美元): 当月值	8751	2021	2190	2250	2290	854	397	770
国内 经济	制造业PMI	-	-	-	-	-	49.2	49.1	50.8
	工业增加值: 当月同比	4.5	5.9	3.9	4.1	4.1	-	7.0	4.2
	社会消费品零售总额: 当月同比	5.8	5.4	5.1	6.5	6.1	-	5.5	5.3
	固定资产投资: 累计同比	4.6	3.8	3.5	4.8	4.6	-	4.2	3.8
	——制造业投资	6.3	8.0	7.5	7.8	6.3	-	9.4	8.0
	——房地产开发投资	-11.0	-9.5	-10.3	-10.6	-11.0	-	-9.0	-9.5
——基础设施建设投资	8.5	5.5	6.2	8.8	8.5	-	6.3	5.5	
GDP	实际GDP同比	5.0	5.7	5.3	4.7	4.4	-	-	-
	名义GDP同比	4.6	4.9	4.6	4.5	4.5	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

表 2: 2024 年 02 月 29 日预测 (%)

分类	指标	年度	季度预测				月度预测		
		2024年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.30	4.10	3.90	3.50	3.30	4.06	4.27	4.10
	中国10年期国债收益率	2.20	2.40	2.30	2.20	2.20	2.43	2.34	2.40
	美元指数	96.5	104.5	105.6	100.5	96.5	103.5	103.9	104.5
	USDCNY即期	7.05	7.20	7.30	7.15	7.05	7.18	7.20	7.20
通胀率	CPI: 当月同比	0.5	0.2	0.3	0.4	1.3	-0.8	0.4	-0.2
	PPI: 当月同比	-0.9	-2.4	-1.8	0.1	0.3	-2.5	-2.3	-2.2
货币 金融	M1: 同比	5.1	3.4	3.7	4.0	5.1	5.9	2.5	3.4
	M2: 同比	9.7	8.9	9.1	8.9	9.7	8.7	8.9	8.9
	社会融资存量: 同比	9.9	9.2	9.5	9.3	9.1	9.5	9.0	9.2
	社会融资规模新增(万亿元)	35.00	15.0	8.10	7.20	4.70	6.50	2.50	6.00
	信贷新增(万亿元)	23.40	10.62	5.46	4.53	2.80	4.92	1.60	4.10
进出口	出口(美元值): 当月同比	3.5	8.1	1.5	1.6	3.0	5.5	19.8	2.5
	进口(美元值): 当月同比	2.4	4.1	2.0	1.7	2.0	9.0	1.7	2.0
	贸易差额(亿美元): 当月值	8780	2200	2190	2250	2140	900	500	800
国内 经济	制造业PMI	-	-	-	-	-	49.2	50.0	50.2
	工业增加值: 当月同比	4.2	4.8	4.0	4.1	4.1	-	5.1	4.3
	社会消费品零售总额: 当月同比	5.6	5.3	4.8	6.2	5.9	-	5.5	5.0
	固定资产投资: 累计同比	3.5	2.4	2.9	3.6	3.5	-	2.3	2.9
	——制造业投资	5.0	5.5	5.1	5.3	5.0	-	6.0	5.5
	——房地产开发投资	-5.8	-6.6	-6.1	-6.0	-5.8	-	-6.4	-6.6
——基础设施建设投资	8.5	5.5	6.2	8.7	8.5	-	5.3	5.5	
GDP	实际GDP同比	4.8	4.4	4.6	5.0	5.2	-	-	-
	名义GDP同比	5.3	5.3	5.0	5.4	5.3	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014 年第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016 年第 14、15 届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系
中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn